



21. Oktober 2003

Nr. 7

# EU-Monitor

## Finanzmarkt Spezial

### Pfandbriefe und andere gedeckte Schuldverschreibungen am europäischen Kapitalmarkt: Entwicklung und Regulierung

- Aufgrund ihrer spezifischen Sicherheitsmerkmale gelten Pfandbriefe als besonders sicheres Anlageprodukt, das zugleich einen Renditeaufschlag auf Staatsanleihen bietet. Der deutsche Pfandbriefmarkt ist mit einem Gesamtvolumen von rund EUR 1,1 Bill. der größte Anleihemarkt Europas, gefolgt von den Märkten für italienische, deutsche und französische Staatsanleihen.
- Ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Nachfrage von Finanzinstituten nach Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen ist die Privilegierung dieser Papiere durch die EU-Richtlinie für Organismen für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), die EU-Vorschriften zur Eigenkapitalausstattung und andere europäische Richtlinien für den Bankensektor.
  - Die überarbeitete OGAW-Richtlinie stellt zwar einen angemessenen Rahmen für Pfandbriefe als besonders wichtige Papiere für Investmentfonds dar, könnte jedoch durch eine strengere Fassung bestimmter Auswahlkriterien weiter verbessert werden.
  - Bei der anstehenden Umsetzung des Basel-II-Abkommens (durch die geplante neue EU Kapitaladäquanzrichtlinie, CAD 3) sollte das besondere Kreditprofil von Pfandbriefen angemessen berücksichtigt werden. Dies impliziert weitreichende Änderungen der derzeitigen Vorschläge.
  - Im Hinblick auf die Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie wäre es für Daueremittenten sachgerecht, einen Basisprospekt einzuführen, den jeder Emittent einmalig veröffentlicht und jährlich aktualisiert.
  - Von der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie wird erwartet, dass Ausnahmeregelungen getroffen werden, die die Fortsetzung der Market-Making-Aktivitäten bei Emissionen im Jumbo-Segment gestatten. Denn dabei handelt es sich um eine in weiten Kreisen akzeptierte Marktpraxis.
- Über den von der EU gesetzten Rechtsrahmen hinaus, der die Wettbewerbsneutralität auf europäischer Ebene sichert, dürfte der Wettbewerb um anlegerfreundliche nationale Gesetzesgrundlagen zur Emission von Pfandbriefen und pfandbriefähnlichen Papieren dafür sorgen, dass die in diesem Segment in den letzten drei bis fünf Jahren entstandene Dynamik und das starke Käuferinteresse anhalten. Die Marktteilnehmer begrüßen den Wettbewerb, der es erleichtert, neue Investorenkreise für dieses hochwertige Anlagesegment zu erschließen.

#### Autoren:

**Henning Rasche**, Mitglied des Vorstands, Eurohypo AG Frankfurt, und Vorsitzender des VDH Pfandbriefausschusses

**Louis Hagen**, Hauptgeschäftsführer, Verband deutscher Hypothekenbanken (VDH), Berlin

Gastautoren vertreten ihre eigene Meinung, die nicht notwendigerweise die von Deutsche Bank Research ist.



#### Editor

Steffen Kern  
+49 69 910-31732  
steffen.kern@db.com

#### Publikationsassistentz

Sabine Kaiser  
+49 69 910-31831  
sabine.kaiser@db.com

#### Deutsche Bank Research

Frankfurt am Main  
Deutschland

Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Fax: +49 69 910-31877

#### DB Research Management

Norbert Walter





# Pfandbriefe und andere gedeckte Schuldverschreibungen am europäischen Kapitalmarkt: Entwicklung und Regulierung<sup>1</sup>

## Einleitung

Die Geschichte des deutschen Pfandbriefs lässt sich über mehr als 230 Jahre zurückverfolgen. Pfandbriefe sind Bankschuldverschreibungen, die durch erstrangige Hypotheken oder Kredite an den öffentlichen Sektor besichert sind, in der Regel einen fixen Kupon tragen und endfällig sind. Aufgrund ihrer spezifischen Sicherheitsmerkmale sind Pfandbriefe ein besonders hochwertiges Anlageprodukt, das zugleich einen Renditeaufschlag auf Staatsanleihen bietet. Der deutsche Pfandbriefmarkt ist mit einem Umlaufvolumen von rund EUR 1,1 Bill. Europas größter Rentenmarkt, gefolgt von den Märkten für Staatsanleihen Italiens, Deutschlands und Frankreichs. Als hochwertiges Anlageprodukt konkurrieren Pfandbriefe insbesondere mit sogenannten Agency-Anleihen, die z.B. von der KfW oder der Europäischen Investitionsbank (EIB) emittiert werden, sowie mit AAA-Tranchen von Verbriefungen. Aufgrund ihrer besonderen Kreditqualität und ihrer Liquidität stehen Pfandbriefe zunehmend im Blickfeld internationaler institutioneller Anleger, insbesondere im aktuellen Kapitalmarktumfeld mit hoher Marktvolatilität und allgemein niedrigen Zinsen.

Ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Nachfrage von Finanzinstituten nach Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen ist die Privilegierung dieser Papiere in der EU-Richtlinie für Organismen für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), den EU-Vorschriften zur Eigenkapitalausstattung und anderen europäischen Richtlinien betreffend den Bankensektor.

In diesem Artikel werden die aktuellen Richtlinienentwürfe zur Regulierung des EU-Kapitalmarktes untersucht, die bedeutende Auswirkungen auf den Pfandbrief und den europäischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen haben dürften. Unter diesen Richtlinien nimmt das künftige EU-Solvabilitätsregime eine Schlüsselstellung für gedeckte Schuldverschreibungen ein; die Richtlinie über Börsenprospekte (Prospektrichtlinie) und die Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie) werden ebenfalls spürbare Auswirkungen auf den größten nicht-staatlichen Bondmarkt Europas haben.

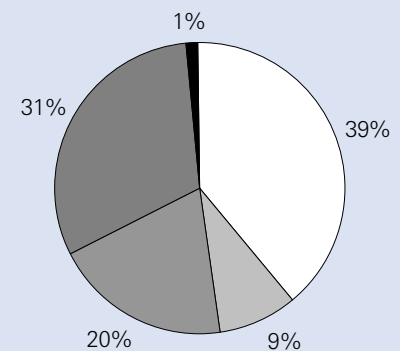
## Zunehmende Nachfrage nach Pfandbriefen

Der Pfandbrief hat mit einem Umlauf von derzeit insgesamt EUR 1.088 Mrd. einen Anteil von 39% am gesamten deutschen Umlaufvolumen. Damit bilden Pfandbriefe das größte Segment des deutschen Rentenmarkts, der über ein Gesamtvolumen von EUR 2.806 Mrd. verfügt. Der Anteil Öffentlicher Anleihen liegt bei 31%, derjenige sonstiger Bankschuldverschreibungen bei 20% und derjenige von Unternehmensanleihen lediglich bei 1%. Die Größe des äußerst liquiden Pfandbriefmarkts ist zu einem guten Teil auf die Entwicklung des ver-

<sup>1</sup> Im Rahmen dieses Artikels bezieht sich die Bezeichnung „gedeckte Schuldverschreibungen“ auf Pfandbriefe und pfandbriefähnliche Produkte, die die Kriterien gemäß Art. 22 (4) der OGAW-Richtlinie der EU erfüllen.

### Festverzinsliche Wertpapiere: Marktstruktur in Deutschland

Ausstehendes Volumen, in % des Gesamtmarkts, 2002

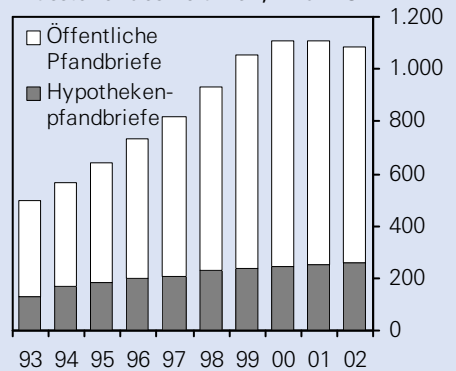


- Pfandbriefe (Hypotheken- und Öffentliche Pfandbriefe)
- ▒ Anleihen von Spezialkreditinstituten
- Sonstige Bankschuldverschreibungen
- Öffentliche Anleihen
- Unternehmensanleihen

Quellen: VDH, Deutsche Bundesbank

### Pfandbriefmarkt in Deutschland

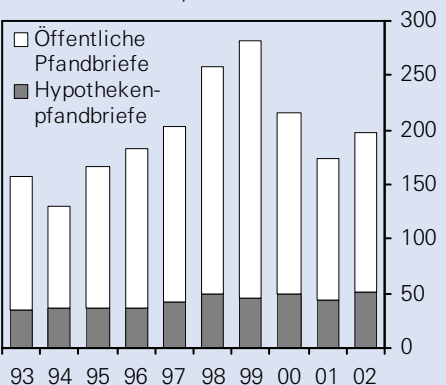
Ausstehendes Volumen, Mrd. EUR



Quellen: VDH, Deutsche Bundesbank

### Pfandbriefmarkt in Deutschland

Bruttoemissionen, Mrd. EUR



Quellen: VDH, Deutsche Bundesbank

## Pfandbriefe – eine besondere Wertpapiergattung

### Traditionelle Pfandbriefe

Deutsche Pfandbriefe können nur von Hypothekenbanken, Schiffshypothekenbanken und einigen Emittenten des öffentlichen Sektors begeben werden. Hypotheken- und Schiffshypothekenbanken sind hinsichtlich ihrer Geschäftsaktivitäten auf risikoarme Kern- und Hilfgeschäfte beschränkt. Die besondere Sicherheit von Pfandbriefen basiert auch auf der hohen Qualität der Deckungswerte, einer Umlaufgrenze relativ zum Eigenkapital der Bank, dem Prinzip der Laufzeitkongruenz und dem Insolvenzvorrecht der Pfandbriefgläubiger, deren Forderungen im Konkursfall eines Emittenten aus den registrierten Deckungswerten gezahlt werden.

Das Gesamtvolumen der im Umlauf befindlichen Hypotheken- oder Öffentlichen Pfandbriefe muss jederzeit durch Hypothekarkredite bzw. Kredite an den öffentlichen Sektor gedeckt sein, die mindestens denselben Umfang und mindestens dieselbe Verzinsung aufweisen (ordentliche Deckung). Zins- und Währungsrisiken, die daraus entstehen könnten, dass Pfandbriefe und Deckungswerte eine unterschiedliche Laufzeit aufweisen oder in unterschiedlichen Währungen denominated sind, müssen durch entsprechende Maßnahmen (z.B. Swaps) abgesichert werden. Im Juli 2002 wurde – zusammen mit der Erlaubnis, Derivate in Deckung zu nehmen – die barwertige Deckungsrechnung als zusätzliche Schutzmaßnahme gegen Währungs- und Zinsrisiken eingeführt.

Die ordentliche Deckung kann bis zu einer Obergrenze von 10% des Gesamtvolumens der ausstehenden Pfandbriefe (Hypotheken- und Öffentliche Pfandbriefe) durch andere Vermögenswerte wie z.B. Bargeld und Bankguthaben ersetzt werden (Ersatzdeckung).

Die Bank muss sämtliche als Deckung für Pfandbriefe vorgesehenen Kredite in Deckungsregistern (Hypothekenregister und Register für öffentliche Kredite) eintragen, die regelmäßig von einem durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ernannten Treuhänder kontrolliert werden. Zusätzlich zur allgemeinen Aufsicht durch die BaFin unterliegen Hypotheken- und Schiffshypothekenbanken noch der besonderen Aufsicht gemäß HBG.

Im Insolvenzfall einer pfandbriefemittierenden Hypothekenbank – ein Ereignis, das seit dem Inkrafttreten des deutschen Hypothekenbankgesetzes im Jahr 1900 noch nicht eingetreten ist – genießen die Pfandbriefgläubiger vor allen sonstigen Gläubigern ein Vorrecht auf die in den Deckungsregistern verzeichneten Vermögenswerte.

### Jumbo-Pfandbriefe

Der wichtigste Schritt zur Modernisierung des Pfandbrief-Markts war die Schaffung eines hochliquiden Marktsegments für sogenannte Jumbo-Pfandbriefe. Diese unterscheiden sich von traditionellen Pfandbriefen vor allem dadurch, dass sie ein Mindestemissionsvolumen von EUR 500 Mio. aufweisen müssen; traditionelle Pfandbriefe sind in der Regel kleineren Volumens. Zudem müssen Jumbo-Pfandbriefe bestimmten Mindeststandards entsprechen, die vom Verband deutscher Hypothekenbanken (VDH) und vom Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB) vereinbart wurden.

Im Gegensatz zu traditionellen Pfandbriefen werden Jumbo-Pfandbriefe von einem Konsortium vermarktet. Die Emissionen werden von mindestens drei Banken oder Investmenthäusern vorbereitet und durchgeführt. Diese werden als Market-Maker im Sekundärmarkt aktiv und sind verpflichtet, in diesen Jumbos innerhalb der normalen Handelszeiten für Handelsvolumina von bis zu EUR 15 Mio. eine enge Geld-Brief-Spanne zu stellen.

Was ihre Kreditqualität betrifft, entsprechen Jumbo-Pfandbriefe denselben Standards wie traditionelle Pfandbriefe; sie unterliegen denselben, strikten rechtlichen Anforderungen.

Um ein homogenes und liquides Marktsegment zu schaffen, das demjenigen für Bundesanleihen vergleichbar ist, wurden die Dokumentationsanforderungen für Jumbo-Pfandbriefe standardisiert. Die Kursstellung entspricht internationalen Praktiken, einschließlich Book-Building-Verfahren und dem sog. Fixed-Price-Reoffer-Verfahren, bei dem der endgültige Kurs und das endgültige Emissionsvolumen erst festgelegt werden, wenn die Market-Maker ein klares Bild von der Nachfrage nach dem Papier haben. In jüngerer Zeit wurden einige Jumbo-Pfandbriefe mit Hilfe des so genannten „Pot-Systems“ vermarktet, bei dem Investoren ihre Orders mit entsprechenden Preisen und Mengen direkt in das Orderbuch geben.

gangenen Jahrzehnts zurückzuführen, in dem sich der Pfandbriefumlauf mehr als verdoppelt hat (+120%). Grund dieses raschen Wachstums war vor allem die Dynamik der (mit Krediten an die öffentlichen Hände besicherten) Öffentlichen Pfandbriefe (+128% seit 1993). Das Umlaufvolumen von Hypothekenspfandbriefen hat sich um 97% erhöht.

Das Wachstum des Pfandbriefmarkts ist auf die lebhaftere Emissionstätigkeit der vergangenen Jahre zurückzuführen. Die Primäremission belief sich im Zeitraum von 1993 bis 2002 auf EUR 1.966 Mrd. und übertraf damit die entsprechenden Zahlen anderer Marktsegmente deutlich.

Dieser Erfolg ist zu einem großen Teil auf die Einführung des Jumbo-Pfandbriefs mit einem Mindestemissionsvolumen von EUR 500 Mio. zurückzuführen. Nach der ersten Emission eines Jumbos im Mai 1995 entwickelte sich innerhalb kurzer Zeit ein eigenständiges Marktsegment. Derzeit sind Jumbo-Pfandbriefe im Wert von über EUR 400 Mrd. im Umlauf.

### Pfandbriefumlauf mehr als verdoppelt

### Emissionstätigkeit übertrifft andere Marktsegmente deutlich

### Jumbos wecken Interesse internationaler Anleger

Die Einführung des Jumbo-Pfandbriefs weckte zunehmend das Interesse internationaler Anleger. Gemeinsam mit der Einführung des Euro, die auch die Liberalisierung nationaler Anlagevorschriften bewirkte, kann die Schaffung des Segments für großvolumige Pfandbriefe als Katalysator für die Entstehung eines europäischen Markts für gedeckte Schuldverschreibungen angesehen werden. Dank der Entwicklung entsprechender Gesetze in ganz Europa sind gedeckte Schuldverschreibungen zu Europas größter nicht-staatlicher Asset-Klasse herangewachsen; insgesamt stehen Anleihen von rund EUR 1,5 Bill. aus. Derzeit umfasst das Jumbo-Segment europäischer gedeckter Schuldverschreibungen deutsche Pfandbriefe, spanische Cédulas, französische Obligations foncières, luxemburgische Lettres de gage und seit dem Frühjahr 2003 auch irische Asset Covered Securities. Der Umlauf insgesamt beträgt rund EUR 490 Mrd. Jüngst wurde erstmalig auch in Großbritannien ein festverzinsliches Papier, dessen Struktur der gedeckter Schuldverschreibungen ähnlich ist, emittiert.

Das hohe Anlegerinteresse an Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen ist in weiten Teilen in ihrem einzigartigen Risiko-Ertrags-Profil begründet, das sie zu ernsthaften Konkurrenten von Staatsanleihen macht. Die hohe Liquidität des Pfandbriefmarkts stützt dieses Interesse.

Nach der sehr dynamischen Entwicklung der neunziger Jahre durchlebte der Pfandbrief-Markt zuletzt eine Konsolidierungsphase, in der das Umlaufvolumen stagnierte. In den kommenden Jahren sind jedoch wieder höhere Steigerungsraten zu erwarten. Das Wachstum dürfte durch die Weiterentwicklung des Rechtsrahmens, die derzeit auf EU-Ebene verhandelt wird, gestützt werden. Zyklische Faktoren und das gestiegene Interesse an günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten, wie Pfandbriefe sie bieten, dürften ebenfalls in diese Richtung wirken.

### Regulatorischer Rahmen auf EU-Ebene

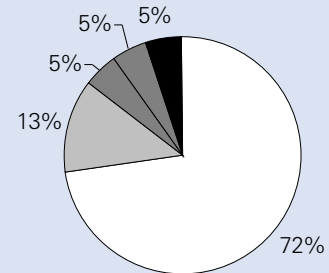
Die Emission und die Vermarktung von Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen werden erheblich durch das regulatorische Umfeld beeinflusst. Die Regulierung der Wertpapiermärkte auf EU-Ebene ist in den letzten Jahren zu einem Schlüsselthema geworden. Dort werden die großen Linien des Rechtsrahmens festgelegt. Nationale Normen dienen heute überwiegend der Umsetzung von EU-Recht in den Mitgliedsländern. Durch die Entwicklung gemeinsamer Regeln für alle Wertpapiermärkte in der EU sollen Unterschiede in der Regulierungspraxis der EU-Mitgliedsstaaten abgeschafft werden. In der Vergangenheit wurde die Entwicklung eines einheitlichen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen, auf dem Wertpapiere in der gesamten EU emittiert und problemlos gehandelt werden können, durch solche Unterschiede gehemmt.

Die Arbeiten an der Einführung eines einheitlichen regulatorischen Rahmens für die EU-Wertpapiermärkte haben große Fortschritte gemacht, auch wenn sich grenzüberschreitende Finanzmarkttransaktionen noch häufig als schwierig erweisen. Zuletzt wurden wichtige Fortschritte im Zusammenhang mit dem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan, FSAP) der EU erzielt, in dessen Rahmen die grundlegende Überarbeitung der kapitalmarktrelevanten Bestimmungen angestoßen wurde.

Vier Maßnahmen des FSAP sind von besonderer Bedeutung für Pfandbriefe und gedeckte Schuldverschreibungen, da sie unmittelbare Auswirkungen auf die Wettbewerbsposition dieser Papiere gegenüber anderen Assetklassen haben.

### Gedekte Schuldverschreibungen in EU-Mitgliedsländern

Umlauf, Ende 2002, Mrd. EUR  
Anteil am ges. EU-Markt (EUR 1.498 Mrd.) in %



- DE: EUR 1.088 Mrd.
- DK: EUR 191 Mrd.
- FR: EUR 71 Mrd.
- SE: EUR 71 Mrd.
- Sonstige\*): EUR 77 Mrd.

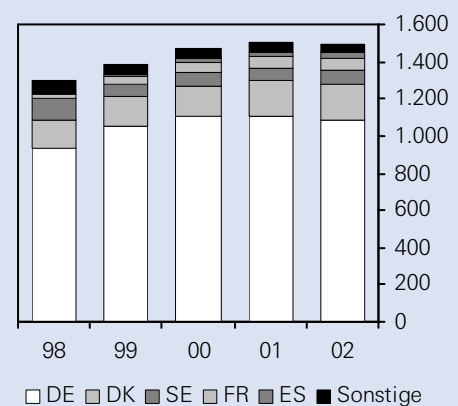
\*) ES, CH, LU, NO, AT, NL, FI, PT

Quellen: VDH, Europäischer Hypothekenverband (EHV)

### Erholung nach Konsolidierungsphase

### Pfandbriefe und pfandbrief-ähnliche Produkte in der EU

Umlauf, Mrd. EUR



Quellen: VDH, EHV

- Erstens wurde die OGAW-Richtlinie (Organismen für Gemeinsame Anlagen in Wertpapieren), die das Management und die Produkte von innerhalb der EU grenzüberschreitend tätigen Investmentfonds reguliert, im Jahr 2002 grundlegend überarbeitet.
- Zweitens erfordert die Umsetzung der neuen Eigenkapitalanforderungen aus dem Basel-II-Abkommen auf EU-Ebene das Inkrafttreten einer neuen Kapitaladäquanzrichtlinie (CAD 3) in allen Mitgliedsländern bis spätestens Ende des Jahres 2006.
- Drittens wirkt sich auch die neue EU-Prospektrichtlinie, in der die Regeln für die Emission von Wertpapieren festgelegt werden, auf die Informationserfordernisse im Fall von Pfandbriefen und anderen gedeckten Schuldverschreibungen aus.
- Schließlich stellt sich die Frage, in welchem Umfang die Market-Making-Aktivitäten im Pfandbriefmarkt den Vorschriften der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie unterliegen werden.

### Die OGAW-Richtlinie: ein erster Schritt zur europäischen Standardisierung gedeckter Schuldverschreibungen

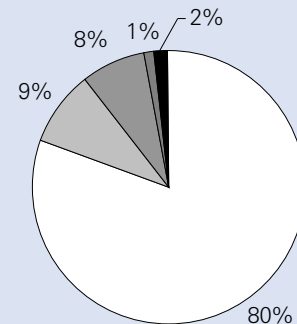
Derzeit handelt es sich bei der OGAW-Richtlinie auf EU-Ebene um den einzigen Rechtstext, der klare Mindeststandards für gedeckte Schuldverschreibungen definiert. Zweck der Richtlinie ist es unter anderem, OGAWs ein größeres Engagement in gedeckten als in ungedeckten Bankschuldverschreibungen zu ermöglichen. Zudem bewirkt die OGAW-Richtlinie mittelbar die Vorzugsgewichtung, die die EU-Kapitaladäquanzrichtlinie Pfandbriefen und ähnlichen europäischen Produkten gewährt; denn diese verweist ausdrücklich auf die entsprechenden Vorschriften der OGAW-Richtlinie. Dieser Verweis hat es den EU-Mitgliedsländern bisher ermöglicht, die Risikogewichtung für von EU-Finanzinstituten emittierten, gedeckten Schuldverschreibungen um 50% zu ermäßigen, wenn diese Papiere die in Art. 22 (4) OGAW niedergelegten Kriterien erfüllen:

- Die Schuldverschreibung muss von einem in der EU ansässigen Kreditinstitut emittiert werden.
- Die Emission der Anleihe muss auf einer besonderen gesetzlichen Grundlage erfolgen.
- Im Insolvenzfall müssen Anleihegläubiger ein Vorrecht auf die Deckungswerte geltend machen können.
- Die Emissionserlöse dürfen nur in gesetzlich festgelegten Aktiva angelegt werden.
- Die Ansprüche der Anleihegläubiger gegenüber dem Emittenten müssen in vollem Umfang durch entsprechende Vermögenswerte gesichert sein.
- Die Emission unterliegt einer besonderen gesetzlichen Aufsicht.

Die meisten europäischen Schuldverschreibungen, die durch Kredite an den öffentlichen Sektor oder Hypotheken besichert („gedeckt“) sind, entsprechen diesen Anforderungen; die Verwässerung der besonderen Kreditqualität dieser Schuldverschreibungen muss jedoch mit allen Mitteln verhindert werden. Eine Möglichkeit bestünde darin, die

### Jumbo-Pfandbriefe und ähnliche Produkte

Umlauf, Juni 2003, Mrd. EUR  
Anteil am ges. EU-Markt (EUR 515 Mrd.) in %



- DE (Pfandbriefe): EUR 415 Mrd.
- ES (Cedulas Hipotecarias): EUR 46 Mrd.
- FR (Obligations Foncières): EUR 40 Mrd.
- LU (Lettres de Gage): EUR 5 Mrd.
- IE (Asset Covered Securities): EUR 9 Mrd.

Quelle: VDH

### OGAW-Richtlinie legt Mindeststandards fest

### Risikogewichtung bei Erfüllung bestimmter Kriterien um 50% geringer

### Kriterien setzen hohen Qualitätsstandard ...

### ... dessen Verwässerung mit allen Mitteln vermieden werden muss



derzeitigen Kriterien des Artikels 22 (4) OGAW zu überarbeiten und weiter zu spezifizieren. So könnten z.B. die folgenden Kriterien ausdrücklich aufgenommen werden:

- Emissionserlöse aus gedeckten Schuldverschreibungen dürfen nur in hypothekarisch gesicherte Kredite unter Beachtung festgelegter Beleihungsausläufe und konservativer Bewertungsprinzipien sowie in Kredite an den öffentlichen Sektor investiert werden;
- die Deckungswerte gedeckter Schuldverschreibungen müssen von den sonstigen Vermögenswerten eines Emittenten getrennt als Sondervermögen geführt werden;
- die Anleihen werden im Fall der Insolvenz eines Emittenten nicht vorzeitig fällig gestellt, und
- durch besondere Vorkehrungen wird sichergestellt, dass die Deckungsmassen so verwaltet werden, dass die zeitgerechte Bedienung von Verbindlichkeiten aus gedeckten Emissionen auch im Fall der Insolvenz der emittierenden Bank gewährleistet ist.

Diese Spezifizierungen würden die Qualität gedeckter Schuldverschreibungen weiter verbessern und dürften von den Anlegern begrüßt werden. Pfandbriefe erfüllen diese Anforderungen bereits.

## Neue EU-Solvabilitätsanforderungen auf der Grundlage von Basel II

Am 7. April 2003 hat die Generaldirektion Binnenmarkt der EU-Kommission ein Dokument mit dem Titel „Working Paper of the Commission Services on the Treatment of Covered Bonds“ veröffentlicht, das Teil des dritten EU-Konsultationspapiers wurde. Darin sind die Vorschläge der Kommission zur Behandlung gedeckter Schuldverschreibungen unter Eigenkapitalgesichtspunkten dargelegt, die nach dem Abschluss der Basel-II-Beratungen in die neuen EU-Solvabilitätsanforderungen eingearbeitet werden sollen.

Die geltende Kapitaladäquanzrichtlinie legt allgemein fest, dass Wertpapiere, die den Bestimmungen des Artikels 22 (4) der OGAW-Richtlinie entsprechen, nach Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden eine Risikogewichtung von 10% erhalten können. Basel I verweist nicht gesondert auf gedeckte Schuldverschreibungen, und Basel II wird dies ebenso wenig tun. Dementsprechend würden gedeckte Schuldverschreibungen im Hinblick auf die Risikogewichtung ebenso behandelt wie sonstige, ungedeckte Bankschuldverschreibungen. Dies reflektiert jedoch die spezifisch hohe Kreditqualität gedeckter Schuldverschreibungen nicht, die durch hohe gesetzliche Anforderungen und die besondere gesetzliche Aufsicht sichergestellt wird. Die EU-Kommission hält es daher für erforderlich, dass gedeckte Schuldverschreibungen anders behandelt werden als traditionelle, ungedeckte Bankschuldverschreibungen.

### Grundlegende Erwägungen

Um die Regeln aus Basel II in die Eigenkapitalanforderungen der EU umzusetzen, konzentriert sich die Kommission darauf, Pfandbriefe und ähnliche europäische Papiere wie Risiken aus vollständig besicherten Krediten an Kreditinstitute statt als solche aus Wertpapieren zu behandeln. Dies bedeutet, dass nach Auffassung der EU-Kommission das wichtigste Kriterium für die Risikoeinschätzung von Pfandbriefen die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers, d.h. des Emittenten selbst, darstellt. Dies steht im Gegensatz zum Wesen gedeckter Schuld-

### **Straffung der Kriterien zur Verbesserung der Gesamtqualität**

### **Vorschlag der EU-Kommission für die Behandlung von „Covered Bonds“**

### **Risikogewichtung von 10% spiegelt hohe Kreditqualität gedeckter Schuldverschreibungen nicht angemessen wider**

### **Keine Verbindung zur Kreditwürdigkeit des Emittenten**

verschreibungen, die darauf abzielen, jede Verbindung des ihnen eigenen Kreditprofils zu der Kreditwürdigkeit des Emittenten aufzuheben. Die Qualität einer gedeckten Schuldverschreibung ergibt sich vor allem aus der Qualität der Deckungswerte, die sie besichern, und dem Management der Cash Flows, die sich aus den Deckungswerten ergeben. Für Zwecke der Risikoanalyse besteht der entscheidende Unterschied zwischen der Kreditwürdigkeit eines Emittenten und dem Risikoprofil der Vermögenswerte, die eine gedeckte Schuldverschreibung besichern, in den gesetzlich festgelegten Sicherheitsmerkmalen dieser Wertpapiere, wie z.B. dem Pool qualitativ hochwertiger Deckungswerte, die erforderlich sind, um Pfandbriefe zu emittieren. Da die Deckungsmassen im Insolvenzfall weiterbestehen und abgesondert werden, sollte die Bonitätsanalyse eines Pfandbriefs unabhängig von der Kreditwürdigkeit des Emittenten erfolgen. Dahinter steht die Auffassung, dass die Deckungsstöcke so verwaltet werden, dass sämtliche Zahlungsverpflichtungen eines Pfandbriefs auch bei einer Insolvenz des Emittenten aus den Deckungswerten bedient werden können. Zudem sollte die Tatsache, dass es sich bei den Emittenten um Banken handelt, die Kreditqualität dieser Papiere zusätzlich unterstützen. Seit der Verabschiedung des deutschen Hypothekendarlehenbankgesetzes (HBG) im Jahr 1899 ist es noch zu keinem einzigen Zahlungsausfall von Pfandbriefen gekommen. Diese makellose Kreditgeschichte unterstreicht die besondere Kreditqualität von Pfandbriefen. Dies bedeutet, dass gedeckte Schuldverschreibungen im Rahmen eines künftigen EU-Eigenkapitalregimes, das auf den Prinzipien von Basel II basiert, als eigenständige Wertpapierkategorie behandelt und nicht in die vorgefertigten Kategorien von Basel II gepresst werden sollten.

### **Der Modifizierte Standardansatz und der Interne Ratingansatz**

Bei der Risikogewichtung von Vermögenswerten zu aufsichtlichen Zwecken lässt Basel II Banken die Wahl zwischen zwei Verfahren. Beim Modifizierten Standardansatz (Revised Standardised Approach, RSA) erfolgt die Risikogewichtung im Prinzip auf der Grundlage externer Ratings. Bei dem auf internen Ratings basierenden Internen Ratingansatz (Internal Ratings Based Approach, IRB) wird zwischen dem sogenannten Basisansatz (Foundation Approach), der auf der Einschätzung der Banken zur Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers (Probability of Default, PD) und einer im Voraus festgelegten Verlustquote bei Ausfall (Loss Given Default, LGD) beruht, und dem Fortgeschrittenen Ansatz (Advanced Approach) unterschieden. Letzterer sieht zusätzlich die interne Berechnung der Verlustquoten bei einem Kreditausfall vor.

### **Pfandbriefe im Modifizierten Standardansatz ...**

Im Rahmen des Modifizierten Standardansatzes sollen Pfandbriefe und sonstige gedeckte Schuldverschreibungen den Vorstellungen der EU-Kommission zufolge ein Risikogewicht erhalten, das um eine Stufe unter demjenigen für erstrangige ungedeckte Bankverbindlichkeiten liegt. Da Banken in Staaten bester Bonität, deren Rating um einen Notch schlechter ausfällt als ihr jeweiliges Länderrisiko, ein Risikogewicht von 20% erhalten sollen, läge das Gewicht für gedeckte Schuldverschreibungen dementsprechend bei 10%. Im Ermessen der nationalen Aufsichtsbehörden kann die Gewichtung der Emittenten jedoch auch gemäß ihrem externen Rating erfolgen. In diesem Fall ist nicht auszuschließen, dass gedeckte Schuldverschreibungen eine Gewichtung von 20% erhalten, wenn das Rating eines Emittenten schlechter ist als AA-. Eine solche Gewichtung würde die besondere

### **Verlustquote bei Ausfall (Loss Given Default, LGD)**

Trotz der ausnahmslos guten Kredithistorie von Pfandbriefen und dem daraus resultierenden Mangel an historischen Daten zur Verlustschwere schlägt die EU-Kommission eine aufsichtlich vorgegebene Verlustquote bei Ausfall (LGD) in Höhe von 20% als angemessene Risikogewichtung vor. Dieser Vorschlag steht nicht im Einklang mit den Erfahrungswerten der Emittenten, denen zufolge der LGD öffentlicher Kreditnehmer bei Null und bei erstrangigen Hypotheken mit einem Beleihungsauslauf von bis zu 60% bei 6,3% liegt.

### **Absonderung der Deckungsmassen im Insolvenzfall**

Die Arbeitspapiere der Kommission deuten darauf hin, dass die Kriterien des Artikels 22 (4) OGAW noch genauer ausgearbeitet werden sollen. In der Diskussion über eine Verbesserung der Mindeststandards der OGAW-Richtlinie spielt die Aussonderung der Deckungswerte im Konkursfall eine zentrale Rolle. Dabei werden die Deckungswerte in Deckungsmassen zusammengefasst, die im Fall der Insolvenz von den sonstigen Aktiva eines Emittenten getrennt werden. Das bedeutet, die Deckungsmassen müssen so verwaltet werden und strukturiert sein, dass auch nach einer Insolvenz eine zeitgerechte Bedienung ihrer Verbindlichkeiten gewährleistet ist. Das Hypothekendarlehenbankgesetz (HBG) legt bereits fest, dass die Insolvenz eines Emittenten nicht zur Insolvenz der Deckungsmassen oder der vorzeitigen Fälligkeit von Pfandbriefen führt. Auch die meisten anderen Gesetze über gedeckte Schuldverschreibungen in Europa sehen die zeitgerechte Bedienung solcher Verbindlichkeiten ungeachtet eines Insolvenzverfahrens gegen die Emittentin vor.

Der VDH begrüßt dahingehende Vorschläge, da auf diese Weise die für Pfandbriefe und diverse andere pfandbriefähnliche Produkte bereits geltenden Standards auf sämtliche europäische besicherte Schuldverschreibungen ausgedehnt würden. Der Vorschlag der deutschen Hypothekendarlehenbanken, die Risikogewichtung für Pfandbriefe von der Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten abzukoppeln, würde dann für sämtliche europäische gedeckte Schuldverschreibungen gelten.

### **Risikogewichtung muss die hohe Kreditqualität von Pfandbriefen widerspiegeln**



Kreditqualität von Pfandbriefen nicht angemessen wiedergeben und zu dauerhaften Verwerfungen am Markt führen, die die Homogenität des Pfandbriefmarkts gefährden könnten.

### ... und im Internen Ratingansatz

Im Internen Ratingansatz (IRB-Ansatz) müssen die Gläubiger im Basisansatz einen Wert für die Ausfallwahrscheinlichkeit und im Fortgeschrittenen Ansatz einen Wert für die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verlustquote bei Ausfall bestimmen. Nach Auffassung des Verbands deutscher Hypothekenbanken (VDH) wäre es, wie bereits oben dargelegt, innerhalb dieses Ansatzes angemessen, die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten und der Emission heranzuziehen. Die Gesamtausfallwahrscheinlichkeit sollte niedriger sein als die Summe der einzelnen Wahrscheinlichkeiten. Es hängt zum großen Teil von der Qualität der Deckungswerte ab, ob die Verbindlichkeiten gegenüber den Inhabern gedeckter Schuldverschreibungen zeitgerecht bedient werden können oder nicht. Die Deckungsmassen von Pfandbriefen werden von der Insolvenz einer Bank indes nicht berührt, so dass Pfandbriefe nicht vorzeitig fällig gestellt werden. Es müsste also ein zweifacher Ausfall eintreten, bis der Inhaber eines Pfandbriefs auf die Deckungswerte als solche zurückgreifen müsste. Dies ist das Hauptargument für die Auffassung des VDH, dass für gedeckte Schuldverschreibungen ein eigenes, spezifisches Ausfallrisiko bestimmt werden sollte. Daher muss der IRB-Ansatz im Hinblick auf die spezifische Ausfallwahrscheinlichkeit von Pfandbriefen noch überarbeitet werden. Dies steht im Einklang mit dem Verfahren der Rating-Agenturen, die Pfandbriefen grundsätzlich ein anderes Rating als den Emittenten erteilen.

### Gleichwertigkeit gedeckter Schuldverschreibungen und erst-rangiger AAA-gerateter Verbriefungstranchen

Es müssen angemessene Maßnahmen ergriffen werden, damit gedeckte Schuldverschreibungen durch die neuen EU-Eigenkapitalanforderungen nicht systematisch gegenüber Verbriefungen (Asset-Backed Securities, ABS) benachteiligt werden. Da die derzeitige Risikogewichtung von 50% für ABS auf lediglich 7% für erstrangige, AAA-geratete Tranchen gesenkt werden könnte, sind die neuen Bestimmungen besonders für mit Hypothekenswerten unterlegte Verbriefungen (Mortgage-Backed Securities, MBS) attraktiv. Vor diesem Hintergrund ist eine Gewichtung von 10% für Hypotheken- und Öffentliche Pfandbriefe, deren Deckungswerte kleinteilig gestreut sind, nicht akzeptabel. Der VDH tritt daher dafür ein, dass die EU-Kommission die Wettbewerbsgleichheit sichert und es ermöglicht, dass AAA-geratete Pfandbriefe ebenfalls eine Risikogewichtung von 7% erhalten.

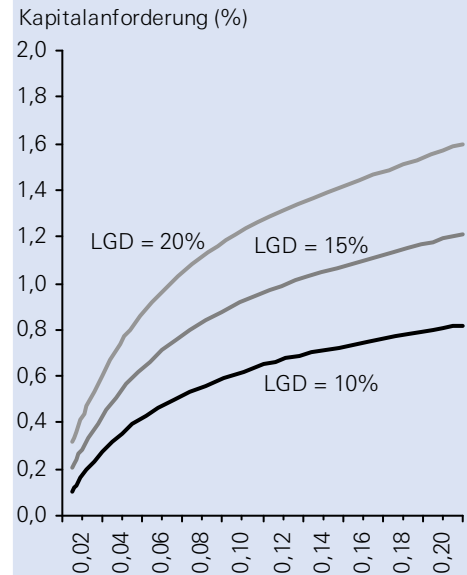
### Berücksichtigung einer Laufzeitkomponente bei der Risikogewichtung

In ihren bisherigen Vorschlägen zur Gestaltung der Eigenkapitalanforderungen gemäß Basel II sieht die EU-Kommission auch für die Risikogewichtung gedeckter Schuldverschreibungen die Berücksichtigung einer sog. Laufzeitkomponente vor. Basel II schreibt vor, dass desto mehr Eigenkapital unterlegt werden muss, je länger die Laufzeit des zugrundeliegenden Vermögenswerts bemessen ist. Die Grafiken zeigen, dass aufgrund dieser Laufzeitkomponente die Eigenkapitalanforderungen bei gleicher Ausfallwahrscheinlichkeit derzeit für eine Laufzeit von 5 Jahren sehr viel höher ausfallen als für eine Laufzeit von 2,5 Jahren. Im Hinblick auf die Eigenkapitalbehandlung gedeckter Schuldverschreibungen erheben die deutschen Hypothekenbanken gegen dieses Verfahren zwei Einwände:

### Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten und der Emission müssen im Rahmen des IRB-Ansatzes berücksichtigt werden

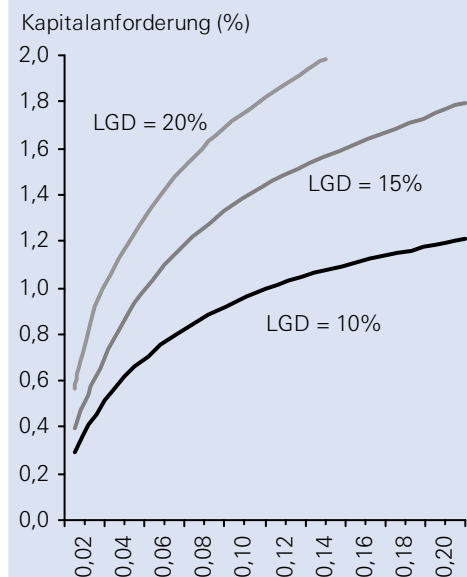
#### Eigenkapitalanforderungen und Ausfallwahrscheinlichkeit

Laufzeit: 2,5 Jahre



#### Eigenkapitalanforderungen und Ausfallwahrscheinlichkeit

Laufzeit: 5 Jahre



Quelle: VDH

- (1) Die Laufzeitkomponente würde eine doppelte Kapitalunterlegung erforderlich machen. Da Emittenten bereits die zugrundeliegenden, langfristigen Vermögenswerte mit Eigenkapital unterlegen, käme die erneute Verpflichtung zur Unterlegung der darauf emittierten Pfandbrief-Verbindlichkeiten praktisch einer Verdoppelung der Eigenkapitalanforderungen an diese Emittentengruppe gleich.
- (2) Da das Erfordernis der barwertigen Deckung, wie sie für Pfandbriefe gesetzlich vorgeschrieben ist, zukünftige „Unterdeckungen“ von Pfandbriefen ausschließt, ist die Laufzeitkomponente zur Ermittlung des aufsichtsrechtlichen Kapitals nicht erforderlich.

### **Laufzeitkomponente nicht erforderlich**

## **Prospektrichtlinie: Basisprospekt für Daueremittenten gedeckter und ungedeckter Schuldverschreibungen**

Im Rahmen geltenden europäischen Rechts müssen Hypothekenbanken als Daueremittenten bei der Emission von Pfandbriefen und auch ungedeckten Schuldverschreibungen keine Börsenprospekte veröffentlichen. Die Anleger werden in Deutschland durch das Kreditwesengesetz (KWG) und darüber hinaus die Bestimmungen des Hypothekendarlehenbankgesetzes (HBG) geschützt. Aus diesem Grund können Pfandbriefe als relativ homogene und äußerst risikoarme Schuldverschreibungen angesehen werden, wie es sich auch in den Ratings zeigt, die von den bekannten Rating-Agenturen erteilt werden.

### **Anlegerschutz durch KWG und Hypothekendarlehenbankgesetz gewährleistet**

Die Richtlinie betrifft auch die Emissionsaktivitäten deutscher Hypothekenbanken.<sup>2</sup> Der VDH begrüßt, dass die Prospektrichtlinie für Daueremittenten von Pfandbriefen eine Prospekterleichterung in Form des Basisprospekts vorsieht. Dieser umfasst neben Emittenten- und Wertpapierbeschreibung die nicht-genehmigungspflichtigen sogenannten „final terms“ (endgültige Verkaufsbedingungen). Es ist jedoch bedeutsam, dass Basisprospekte den Emittenten einen gewissen Grad an Flexibilität zugestehen, insbesondere im Hinblick auf die Vervollständigung der Prospekte. Denn für die Marktpraxis ist es unbedingt erforderlich, dass Daueremittenten rasch auf Änderungen der Marktverfassung reagieren und auf *Ad-hoc*-Basis emittieren können. Der VDH schlägt daher vor, dass jeder Emittent einmalig einen Basisprospekt herausgibt, der jährlich mit allen relevanten Angaben zum Profil des Emittenten und die am Markt begebenen oder zum Handel zugelassen Wertpapiere ergänzt wird.

### **Prospektrichtlinie macht Basisprospekt erforderlich, ...**

**... wobei für Daueremittenten hinreichende Flexibilität gewährleistet sein muss**

Zusätzlich hat der VDH vorgetragen, das Regime des Basisprospekts auch auf ungedeckte Emissionen von Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen auszuweiten. Diese Initiative gründet sich darauf, dass es sich bei diesen Emittenten um Banken handelt, die Aufsichtsbehörden unterstehen und darüber hinaus der besonderen Aufsicht gemäß dem Hypothekendarlehenbankgesetz (HBG) unterliegen. Das HBG sieht außerdem eine Obergrenze für nicht deckungsfähige Kredite vor (20% der gesamten Kreditvergabe). Das bedeutet, dass nur ein begrenzter Anteil der Kredite über ungedeckte Schuldverschreibungen refinanziert werden muss. Angesichts der hohen Sicherheit, die Investoren bei ungedeckten Schuldverschreibungen von Pfandbrief-Emittenten bereits heute genießen, sollten auch diese von der Flexibilität des Basisprospekts profitieren. Diese Forderung wird derzeit in den Verhandlungen in Stufe 2 des Lamfalussy-Prozesses diskutiert.

### **Regime des Basisprospekts ausweiten**

<sup>2</sup> Vgl. *EU-Prospektrichtlinie auf der Zielgeraden*, EU-Finanzmarkt Spezial, Deutsche Bank Research, Dezember 2002.



## Marktmisbrauchsrichtlinie: Petiten der Pfandbrief-Emittenten weitgehend berücksichtigt

Es bestand Grund zu der Befürchtung, dass sich diese Richtlinie auch auf Market-Making-Aktivitäten erstrecken würde, die typisch für den Pfandbriefmarkt sind. Denn es sah so aus, als ob Market-Making-Verpflichtungen, die von den Konsortialbanken im Jumbo-Pfandbriefmarkt übernommen werden und das aktive Engagement der Pfandbrief-Emittenten an den Sekundärmärkten im Rahmen der Marktpflege unter diese Richtlinie fielen.

Aus Sicht der Anleger wird durch Market Making – gleichgültig, ob es durch Dritte wie z.B. Investmentbanken oder die Emittenten selbst vorgenommen wird – die Basisliquidität bereitgestellt, die es den Anlegern ermöglicht, Positionen jederzeit zu einem Marktkurs aufzubauen bzw. aufzulösen. Es handelt sich dabei um eine bewährte und akzeptierte Praxis am Pfandbriefmarkt.

Die Befürchtungen wurden bei den Verhandlungen in der zweiten Stufe des CESR-Verfahrens dargelegt. Den jüngsten Verlautbarungen zufolge ist zu erwarten, dass Market-Making in Jumbo-Pfandbriefen als akzeptierte Marktpraxis gemäß dem Entwurf der Richtlinie anerkannt werden wird.

### Ausblick

Die hier diskutierten EU-Richtlinien stellen wichtige Fortschritte bei der Schaffung eines allgemeinen Rechtsrahmens und bei der Erhöhung der Transparenz am europäischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen dar. Über diesen institutionellen Rahmen hinaus, der die Wettbewerbsgleichheit auf europäischer Ebene herstellt, dürfte der Wettbewerb um ein anlegerfreundliches Regulierungsumfeld für Pfandbriefe und ähnliche Papiere die Dynamik und das starke Käuferinteresse aufrechterhalten, die diese Assetklasse in den vergangenen Jahren auf sich vereinen konnte. Die deutschen Hypothekenbanken begrüßen diesen Wettbewerb, der die Investorenbasis des Segments für hochwertige Kreditprodukte verbreitert. Der VDH geht davon aus, dass die in der OGAW-Richtlinie ausgeführten Kriterien weiter angehoben werden, um die hervorragende Kreditqualität der Papiere zu gewährleisten und der Verwässerung der Kreditqualität gedeckter Schuldverschreibungen in Europa vorzubeugen. Angesichts eines zunehmend volatilen Kapitalmarktgeschehens spielen Pfandbriefe und ähnliche europäische Papiere eine bedeutende Rolle in den Investitionsentscheidungen der Anleger. Am oberen Ende der Creditskala werden Pfandbriefe und andere gedeckte Schuldverschreibungen auch in Zukunft herausragende Kreditqualität bieten, die lediglich von einigen staatlichen Emittenten übertroffen wird, und gleichzeitig einen Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen abwerfen.

### Behandlung des Pfandbrief-Market-Making in der Marktmisbrauchsrichtlinie

### Market-Making von entscheidender Bedeutung für die Bereitstellung von Basisliquidität

### Market-Making soll als akzeptierte Marktpraxis eingestuft werden

### EU-Recht dürfte positive Impulse für Pfandbriefe und andere gedeckte Schuldverschreibungen in der EU mit sich bringen

**Henning Rasche**, Mitglied des Vorstands, Eurohypo AG Frankfurt, und Vorsitzender des VDH Pfandbriefausschusses

**Louis Hagen**, Vorstandsmitglied, Verband Deutscher Hypothekenbanken (VDH), Berlin  
Gastautoren vertreten ihre eigene Meinung, die nicht notwendigerweise die von Deutsche Bank Research ist.

### Der EU-Zinssteuerkompromiss auf der Zielgeraden?

Der ECOFIN-Rat hat sich im Juni 2003 politisch auf eine Richtlinie zur Besteuerung grenzüberschreitender Zinszahlungen an Privatanleger innerhalb der EU geeinigt. Die Richtlinie soll Anfang 2005 in Kraft treten. Während Belgien, Luxemburg und Österreich eine Quellensteuer erheben, führen zwölf EU-Mitgliedsstaaten Kontrollmitteilungen ein. Damit will der Rat eine umfassende Besteuerung der Zinserträge herstellen. Der Wettbewerb der Finanzplätze dürfte in Zukunft weniger durch steuerliche Aspekte verzerrt werden. Nach dem Kompromiss besteht Handlungsbedarf in Deutschland. Das Ziel sollte die Einführung einer moderaten Abgeltungssteuer sein.

### Reform der EU-Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen: Zwischenbericht

Für die Schaffung und Aufrechterhaltung wettbewerbsfähiger Rahmenbedingungen im EU-Finanzbinnenmarkt sind effiziente Regulierungs- und Aufsichtsstrukturen unabdingbar. Zu diesem Zweck wurde das Lamfalussy-Verfahren konzipiert. Die ersten Bewertungen des Verfahrens durch die Inter-Institutional Monitoring Group bestätigen unsere Einschätzung, dass der Lamfalussy-Prozess als wertvolles Instrument anzusehen ist. Das gute Funktionieren des Verfahrens spricht dafür, es auf die gesamte EU-Finanzmarktgesetzgebung auszuweiten. Dies wurde jedoch bisher durch Interessen-gegensätze zwischen den EU-Institutionen verhindert. Deshalb kann die Ausweitung des Lamfalussy-Verfahrens auf andere Finanzmarktbereiche möglicherweise erst Ende 2003 erfolgen.

### EU-Übernehmerichtlinie - Erfolg nach 30 Jahren Diskussion?

Nach beinahe 30-jähriger Debatte braucht die EU dringend eine gemeinschaftsweite Regelung für Unternehmensübernahmen. Nachdem die erste EU-Übernehmerichtlinie spektakulär scheiterte, liegt nun ein zweiter Entwurf der EU-Kommission vor. Bei einem erneuten Scheitern sind negative Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft vorprogrammiert. Leider umgeht der jetzige Entwurf umstrittene Regelungen durch Reduzierung auf eine Rumpfrichtlinie. Zudem werden z.B. Mehrfachstimmrechte beibehalten; teilweise sind Regelungen zu kompliziert und inkonsistent. Angesichts der komplexen Anforderungen des EU-Binnenmarktes kann diese Richtlinie nur als erster Schritt auf dem Weg zu einem einheitlichen EU-Übernahmerecht betrachtet werden. Eine auch über die europäischen Grenzen hinausgehende weitere Harmonisierung und Konkretisierung - inkl. des EU-Gesellschaftsrechts - ist dringend erforderlich.

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de).  
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60272 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© 2003. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg  
Print: ISSN 1612-0256 / Internet bzw. E-mail: ISSN 1612-0264